

# Działalność antykryzysowa banków centralnych w dobie globalnego kryzysu finansowego

**Jerzy Pruski**  
**Prezes Zarządu PKO BP**

101 Seminarium BRE-CASE  
Warszawa, 5 marca 2009

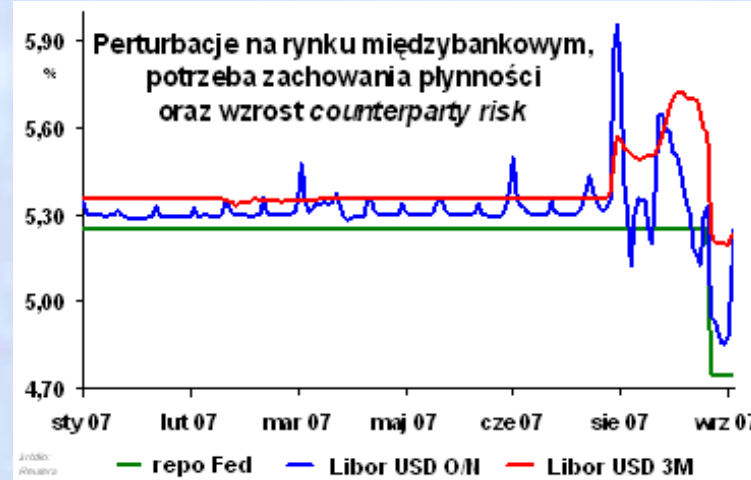
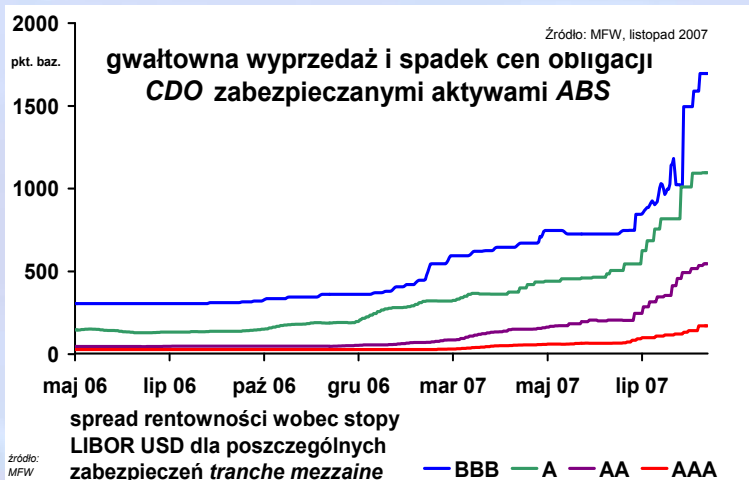
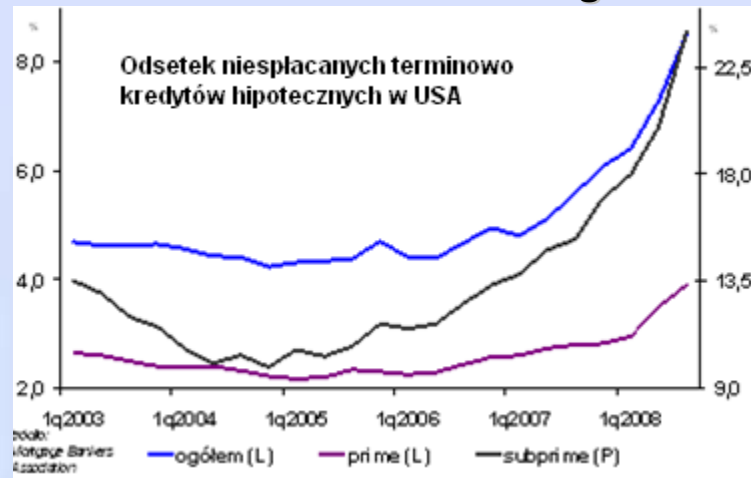
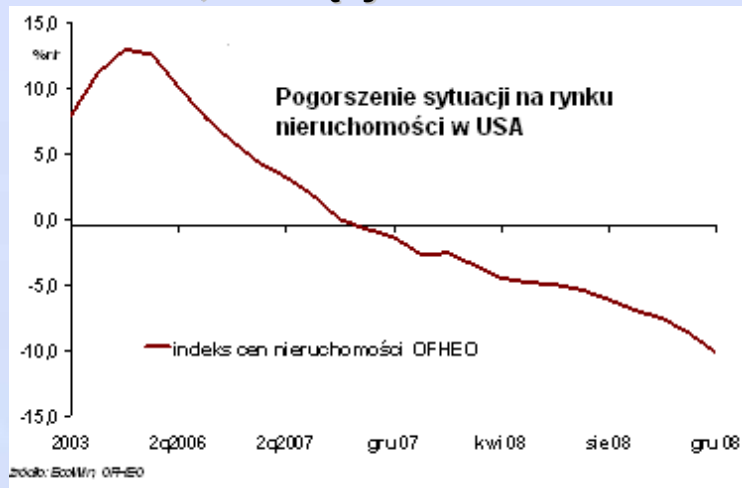


## Agenda

- I. Globalny kryzys sektora finansowego - resume**
- II. Fed**
- III. Europejski Bank Centralny**
- IV. Bank Anglii**
- V. Rynek krajowy i Narodowy Bank Polski**

## Kryzys rynku instrumentów finansowych powiązanych z rynkiem kredytów hipotecznych – jesień 2007 r.

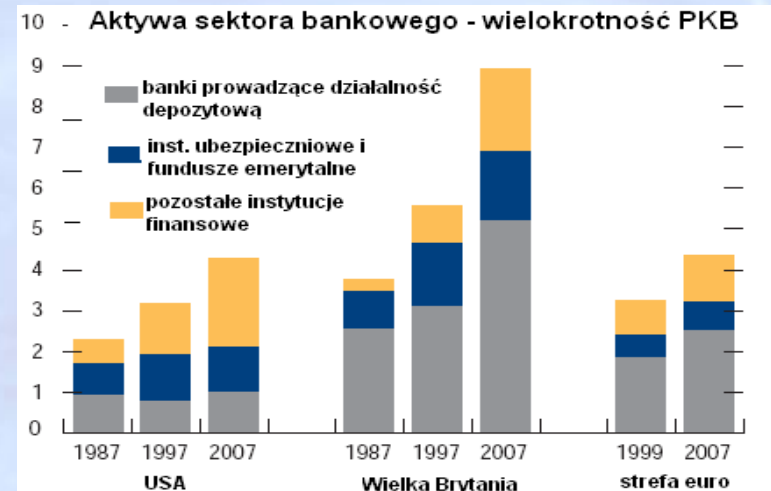
Nieściącane kredyty *subprime* przyczyną wyprzedaży sekurytyzowanych aktywów, strat banków, rosnących obaw w zakresie stabilności sektora bankowego



## Gospodarka globalna

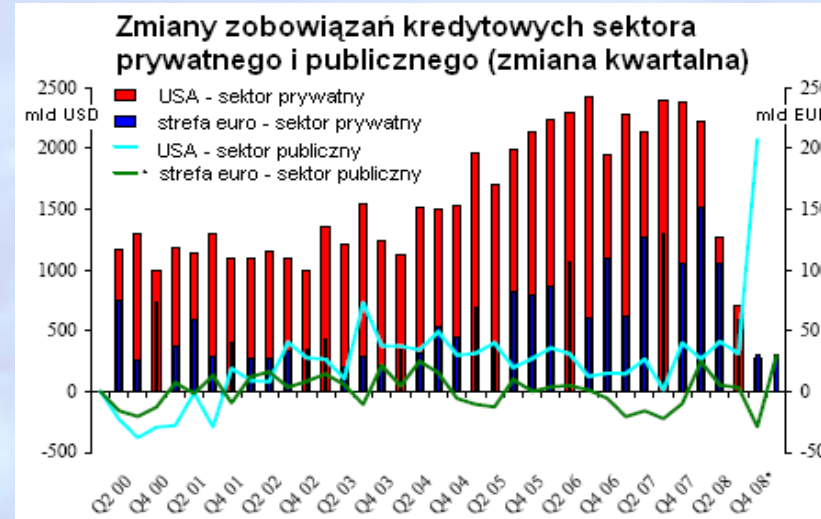
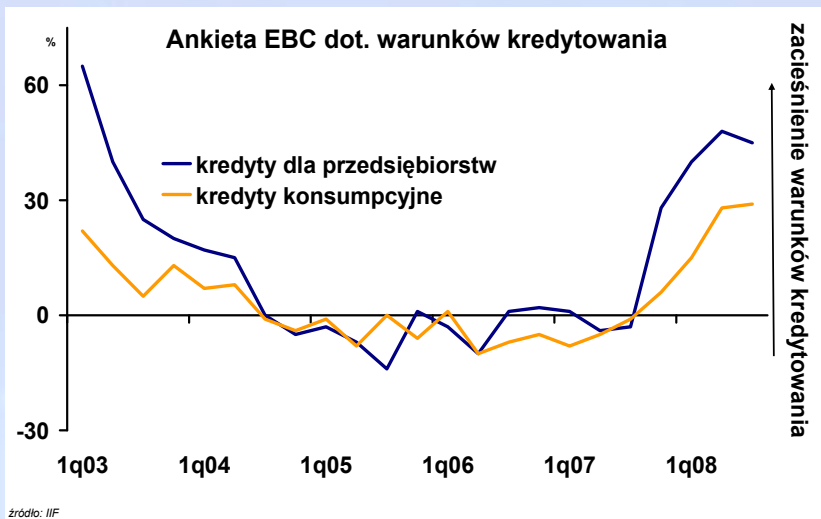
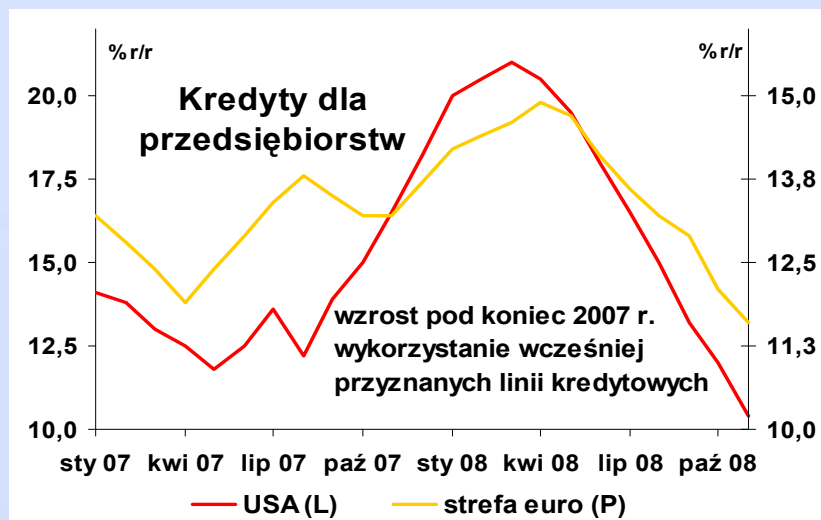
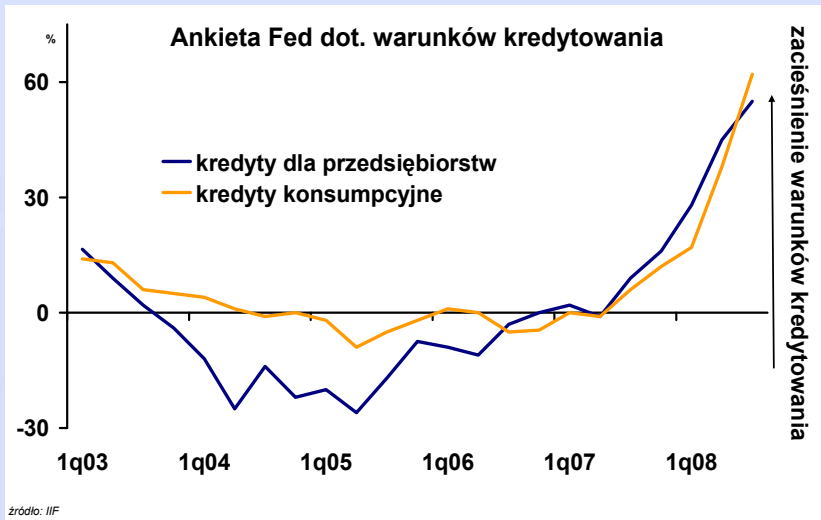
### Deleveraging sektora bankowego

- Rosnąca skala strat sektora bankowego wraz z rozprzestrzenianiem się kryzysu poza rynek instrumentów finansowych powiązanych z rynkiem kredytów hipotecznych
- Kryzys dotychczasowego scenariusza wzrostu sektora bankowego - dynamicznego wzrostu aktywów opartego na zadłużeniu, niskiej płynności i wysokiej zależności od finansowania z rynku hurtowego



## Gospodarka globalna

### Credit-crunch i deleveraging



## Polityka pieniężna: FED

### Trzy filary działań

coraz mniej „standardowe” działania polityki pieniężnej

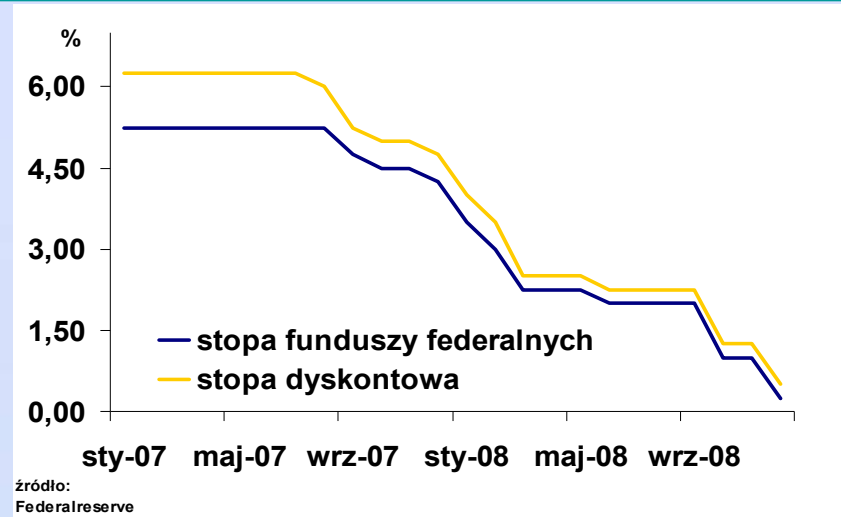


*quantitative easing* - kreacja pieniądza w celu zakupu aktywów sektora finansowego

## Polityka pieniężna: FED

### Kanał stopy procentowej

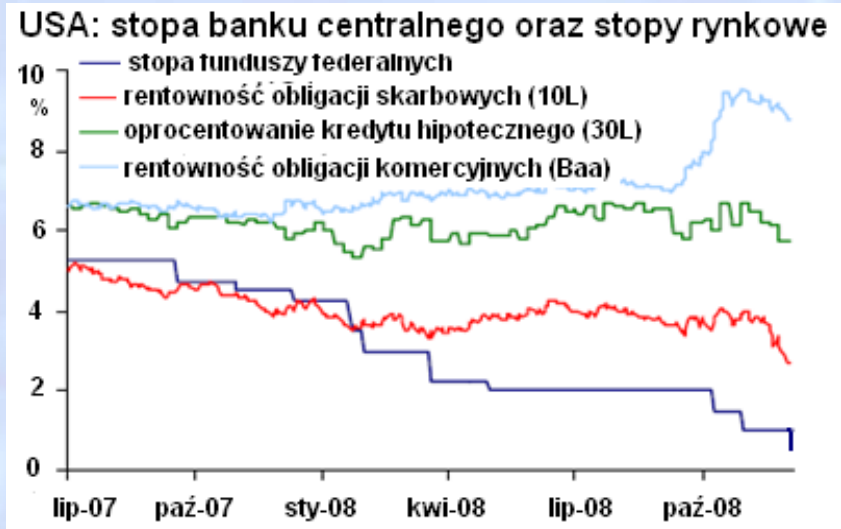
- początek kryzysu (jesień 2007)
  - redukcje stopy funduszy federalnych i stopy dyskontowej
  - *de facto* 0% stopa procentowa (grudzień 2008)



- zaostrzenie kryzysu (jesień 2008)

cel: obniżenie długookresowej stopy rynkowej:

- zapowiedź utrzymania krótkookresowych stóp rynkowych na historycznie niskim poziomie w dłuższym okresie
- zapowiedź możliwości skupowania obligacji skarbowych przez Fed



## Polityka pieniężna: FED

### Dostarczanie płynności sektorowi bankowemu

operacje płynnościowe w obliczu  
dysfunkcyjności rynku  
międzybankowego:

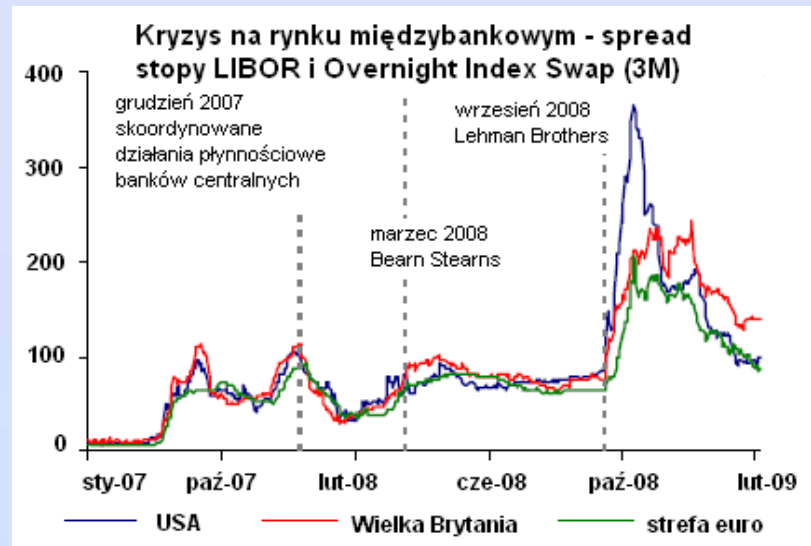
- operacje repo (jesień 2007)
- nowe programy:

**TAF** *Term Auction Facility* (grudzień 2007) pożyczki dla banków w systemie aukcyjnym przy szerszym zakresie przyjmowanych zabezpieczeń

**TSLF** *Term Security Lending Facility* (marzec 2008) krótkookresowe pożyczki obligacji skarbowych pod zastaw bardziej ryzykownych zabezpieczeń (poszerzenie o mało płynne aktywa)

**PDCF** *Primary Dealer Credit Facility* (marzec 2008) modyfikacja programu okna dyskontowego poprzez dopuszczenie także banków nie prowadzących działalności depozytowej, poszerzenie zakresu zabezpieczeń

**linie swapowe** (XII 2007) transakcje FX-swap pomiędzy bankami centralnymi w celu zapewnienia płynności dolarowej instytucjom spoza USA w ramach transakcji z krajowymi bankami centralnymi





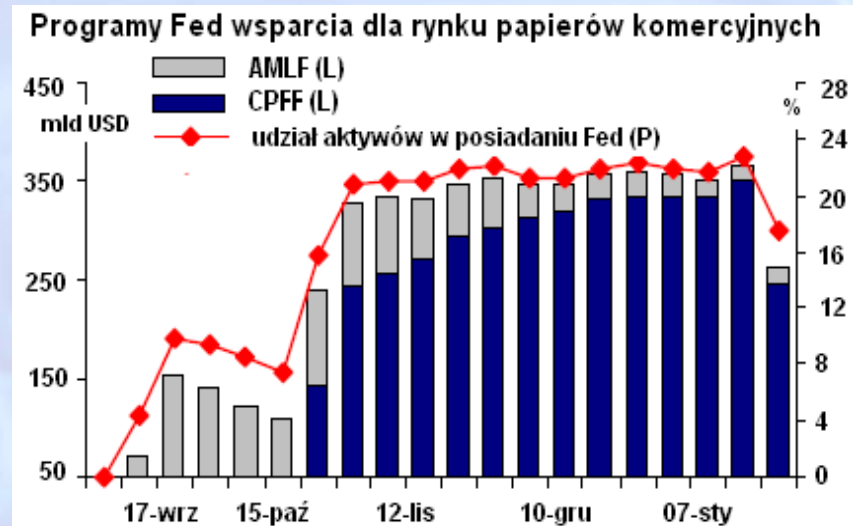
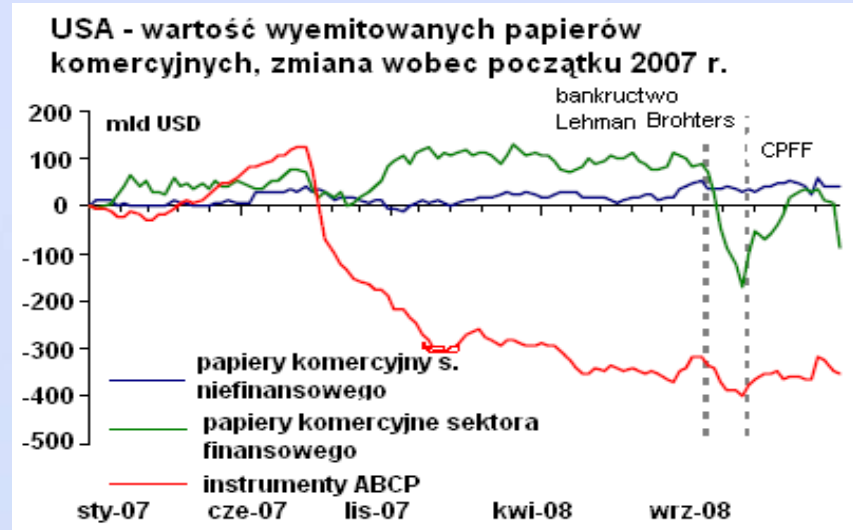
## Polityka pieniężna: FED

### Dostarczanie krótkoterminowego finansowania – nasilenie kryzysu jesień 2008

krótkoterminowe finansowanie w warunkach załamania rynku commercial papers i ABCP:

- **CPFF Commercial Paper Funding Facility** (październik 2008) skup emitowanych przez instytucje finansowe krótkoterminowych papierów komercyjnych

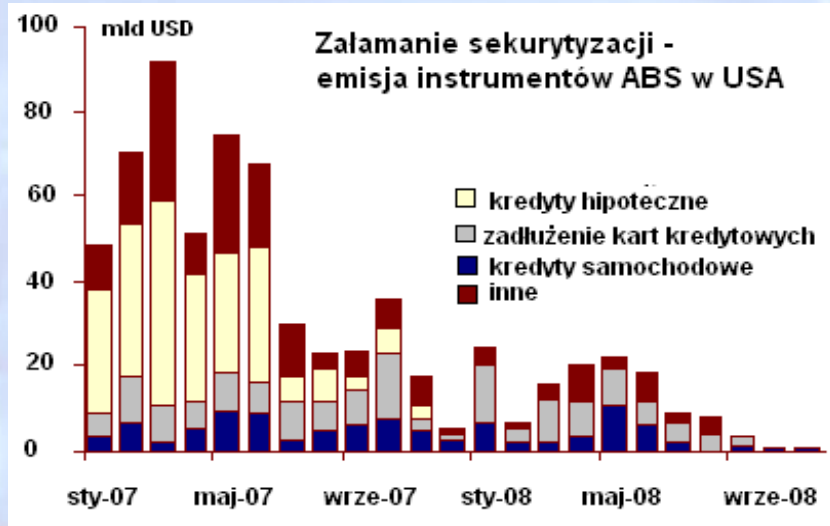
- **AMLF Asset-Backed Commercial Paper Money Market Fund Liquidity Facility** (wrzesień 2008) pożyczki Fed dla instytucji bankowych przeznaczone na współfinansowanie zakupu papierów ABCP emitowanych przez fundusze rynku pieniężnego



## Polityka pieniężna: FED

### Reaktywacja rynku kredytowego – bezpośrednie działania Fed

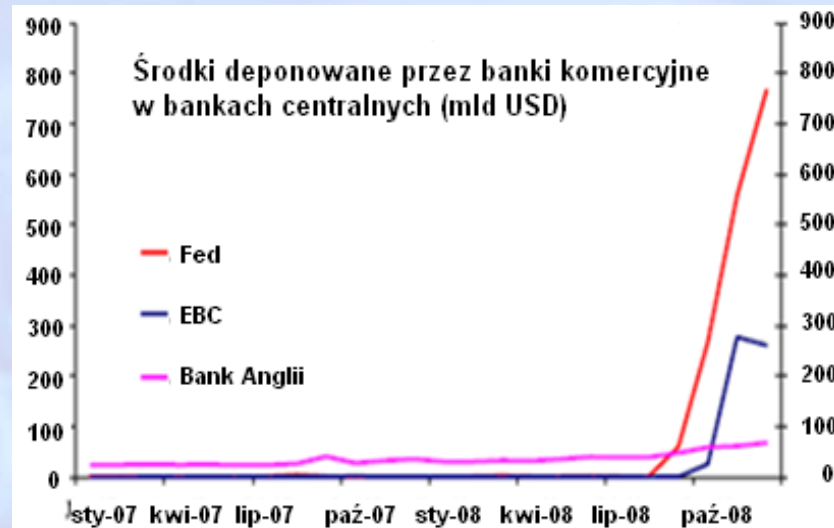
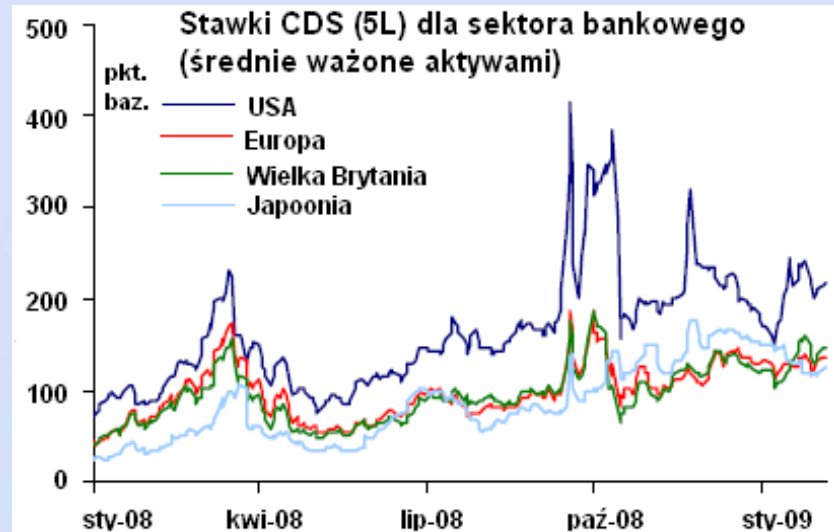
- mimo skutecznych działań w zakresie dostarczania płynności pogłębienie załamania rynku kredytowego
- program skupu obligacji GSE i MBS (grudzień 2008) w celu pobudzenia rynku kredytów hipotecznych poprzez wzrost emisji papierów i spadek ich rentowności (determinujący poziom oprocentowania kredytów hipotecznych)
- TALF Term Asset-Backed Securities Loan Facility (zapowiedź) zamiar skupu instrumentów ABS zabezpieczanych kredytami konsumenckimi – wsparcie dla rynku pożyczek konsumpcyjnych



## Polityka pieniężna: FED

### Pierwsze efekty działań Fed

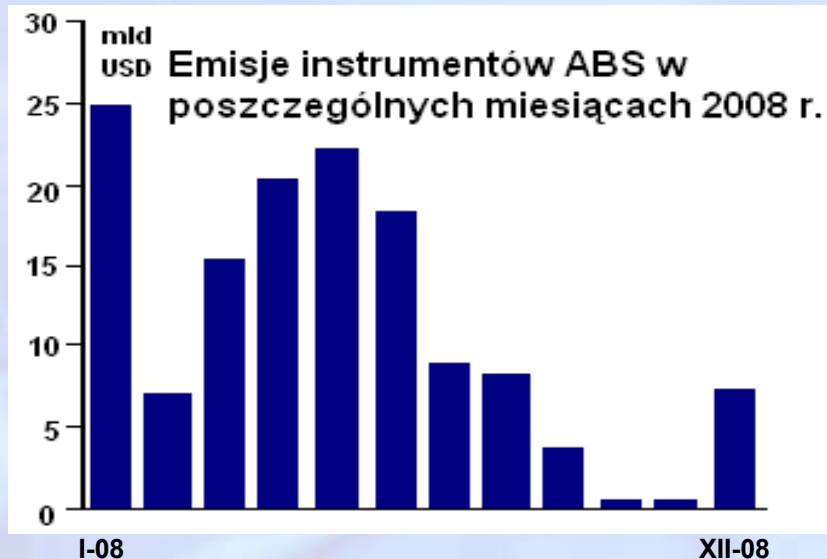
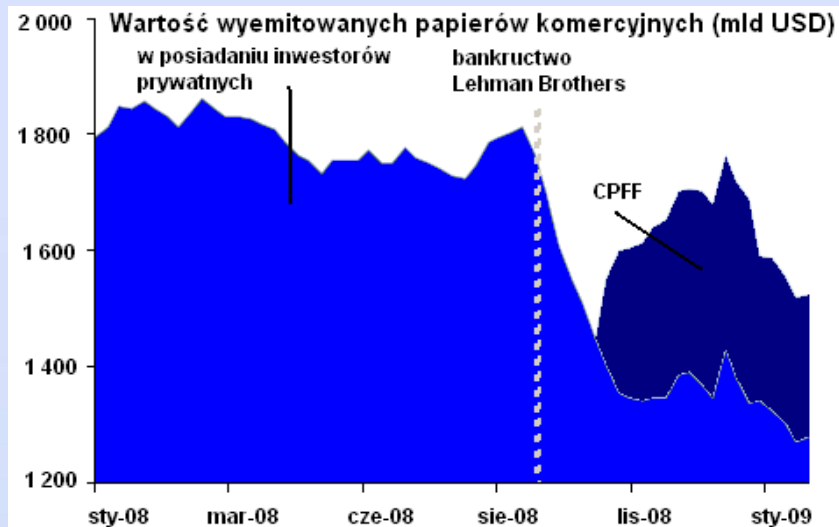
- utrzymująca się bardzo trudna sytuacja sektora bankowego, jednak ograniczenie obaw przed niewypłacalnością sektora bankowego i kryzysu systemowego z października 2008 r.
- poprawa wskaźników płynności sektora bankowego, przy utrzymującym się problemie braku zaufania i wzrostu ryzyka kredytowego



## Polityka pieniężna: FED

### Pierwsze efekty działań Fed

- obok zagwarantowania krótkoterminowego finansowania pierwsze sygnały pewnego ożywienia popytu sektora prywatnego na papiery komercyjne
- pozytywna ocena zapowiedzi programu TALF przyczyną wzrostu emisji instrumentów ABS w grudniu 2008 r.



## Polityka pieniężna: FED

### Program stabilizacji sektora finansowego luty 2009 – „program Geithner’a”

---

- wspólne działania Departamentu Skarbu i banku centralnego,
- współfinansowanie programu *Public-Private Investment Fund* zapewniającego skupowanie oraz pomoc w finansowaniu podmiotów prywatnych kupujących tzw. „toksyczne” aktywa, wstępne szacunki skali funduszu 500 mld USD z możliwością jego rozszerzenia do 1 bln USD,
- zwiększenie kwoty przeznaczonej na program TALF do 1 bln USD z wstępnie planowanych 200 mld USD,
- realizacja dotychczasowych i planowanych działań implikowałaby wzrost bilansu Fed do 3 - 4 bln USD (blisko 50% PKB)
- komunikat Fed z 3. marca:
  - zapowiedź, że rozpoczęcie programu TALF nastąpi 25. marca,
  - wywołał spekulacje, że Fed może rozpocząć emisję długu banku centralnego
- efektem emisji długu: ograniczenie wzrostu bilansu banku, zmiana jego struktury – zamiast części nadwyżkowych rezerw banków komercyjnych - zobowiązania z tytułu emisji długu,

## Polityka pieniężna: FED

**Cele działań: stabilizacja sektora finansowego oraz wzrost podaży pieniądza rezerwowego nadrzędnym celem banku centralnego**

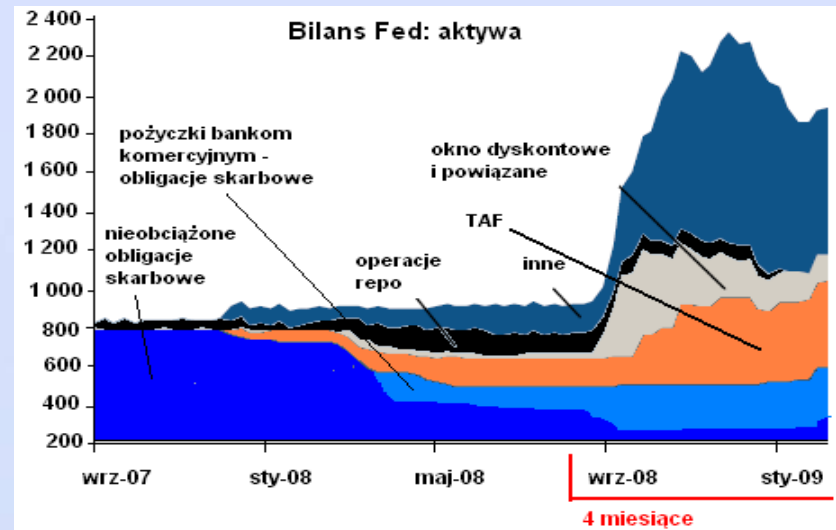
---

- **stabilizowanie nastrojów rynkowych (obniżki stóp procentowych i podejmowanie nowych działań w warunkach wzrostu awersji do ryzyka)**
- **niedopuszczenie do upadłości banków dzięki dostarczaniu krótkoterminowej płynności i finansowania dla sektora bankowego**
- **kredytowanie w obliczu ryzyka upadłości (Bear Stearns, AIG)**
- **obniżenie kosztów finansowania i kredytu w warunkach gwałtownego wzrostu rynkowej ceny kredytu (oprocentowanie kredytów hipotecznych, rentowności CP, ABCP, oraz pośrednio obligacji komercyjnych)**
- **wsparcie sektora finansowego – także niebankowego – skupowanie instrumentów finansowych sektora prywatnego (CPFF, AMLF)**
- **ożywienie rynku kredytowego (płynność, finansowanie, ożywienie sekurytyzacji)**

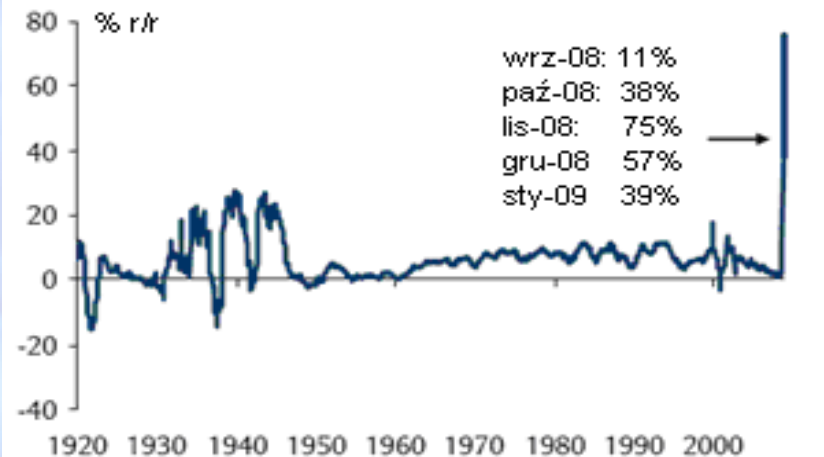
## Polityka pieniężna: FED

### Bezprecedensowe działania w porównaniach międzynarodowych i historycznych

- kreacja pieniądza w celu zakupu aktywów sektora finansowego i reaktywacji rynków kredytowych
- skala ilościowa (wzrost bilansu Fed o ponad 1 bln USD do blisko 25% PKB)
- szybkość działań (podwojenie bilansu Fed w dwa miesiące)
- zakres – szeroki wachlarz instrumentów, pomoc sięgająca poza sektor bankowy (commercial papers)
- zasięg geograficzny (linie swapowe z bankami centralnymi, także krajów wschodzących)

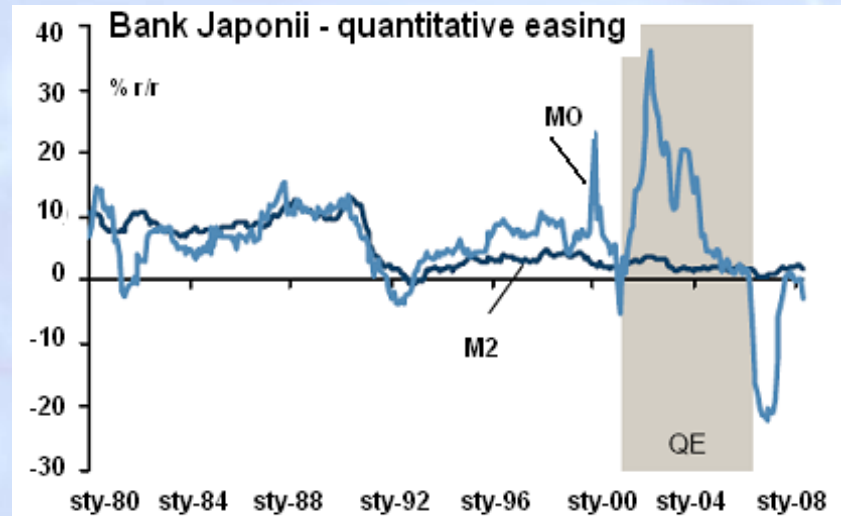
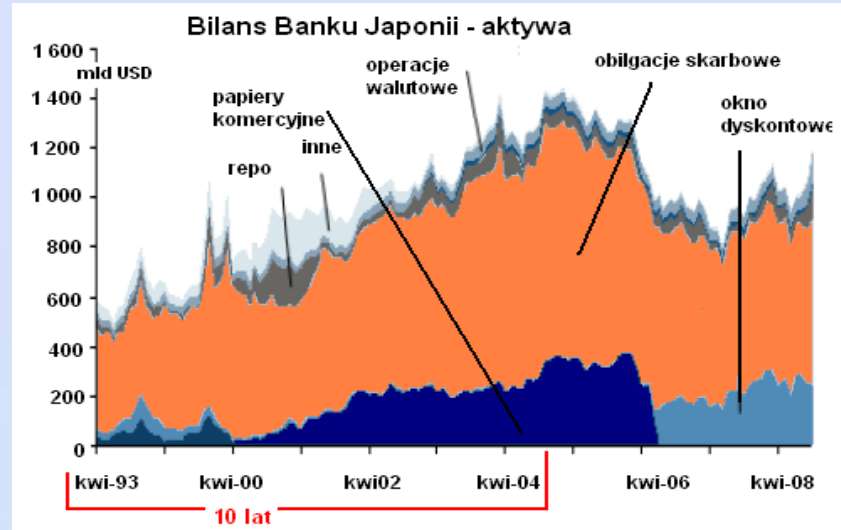


### USA - dynamika wzrostu podaży pieniądza M0



## Quantitative easing: USA vs. Japonia

- Nauka z doświadczeń Japonii:
  - niska ocena skuteczności działań Banku Japonii w ramach polityki zerowych stóp procentowych i quantitative easing...
  - ...gdyż bank centralny Japonii jedynie dostarczał sektorowi odpowiedniej bazy płynnościowej, co nie przekształciło się jednak w większą akcję kredytową
- większe szanse skuteczności działań Fed biorąc pod uwagę bezpośrednie działania w szczególności na rynkach kredytowych, szybkość działań, skalę oraz ponoszenie większego ryzyka (ryzyko kredytowe Fed)
- „credit easing” vs. „quantitative easing” (Bernanke I 2009)

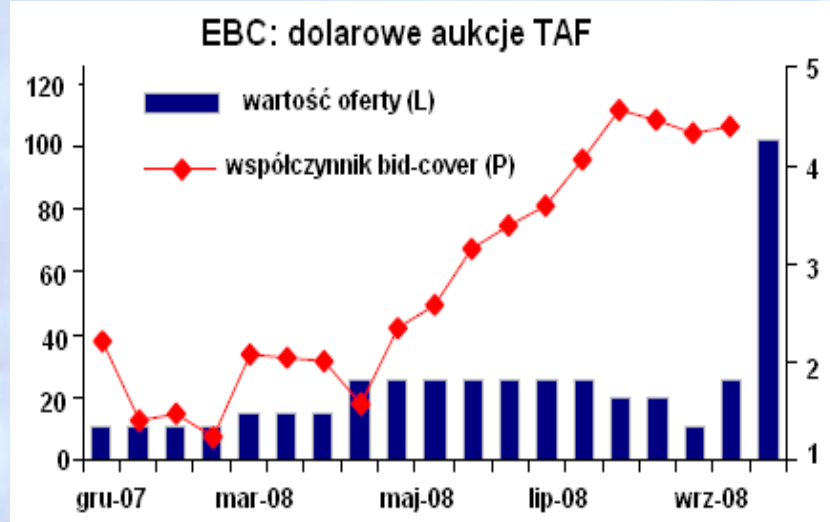
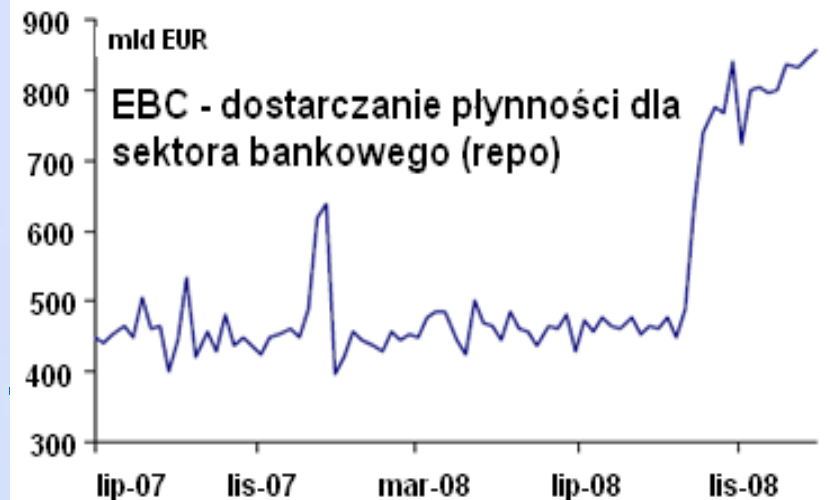




## Europejski Bank Centralny

### Działania w zakresie dostarczania płynności

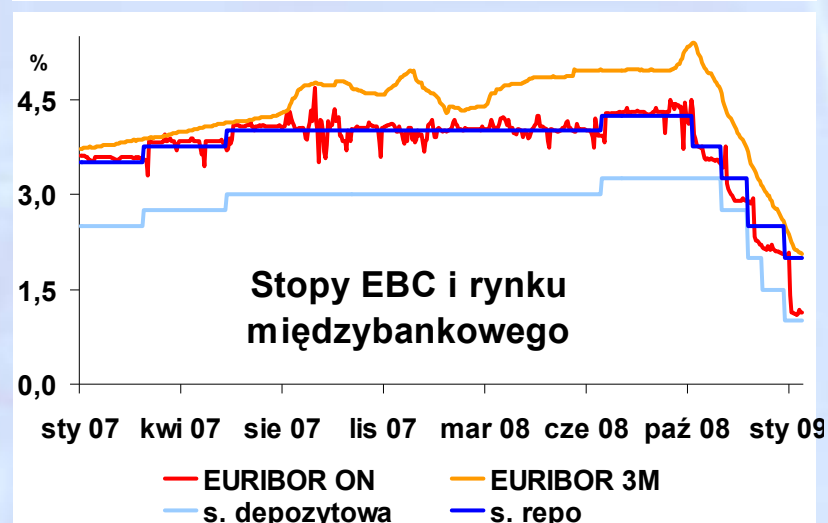
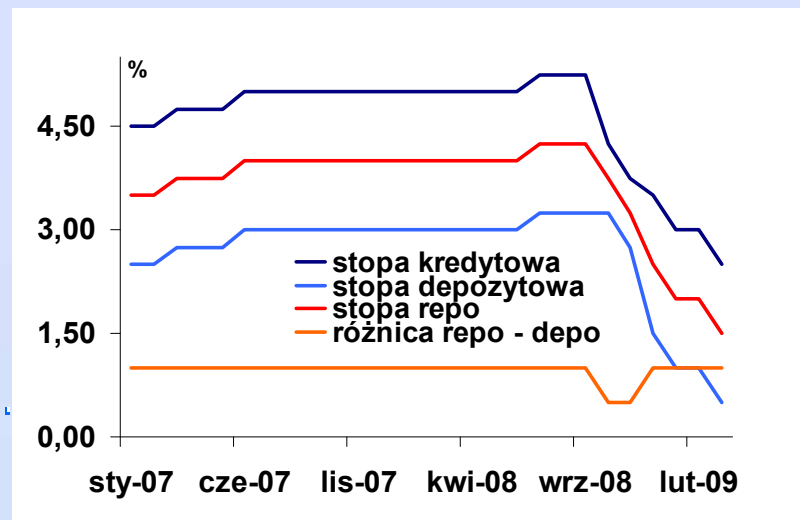
- dostarczanie płynności
  - skokowy wzrost skali operacji otwartego rynku (jesień 2007)
  - nieograniczona ilość środków płynnych przy stałej stopie procentowej w ramach Main Refinancing Operations (jesień 2008)
- dostarczanie płynności walutowej
  - dolarowe aukcje TAF linie swapowe z Fed i innymi bankami centralnymi (jesień 2008)
- poszerzenie zakresu instrumentów jako zabezpieczenia dla transakcji z bankiem centralnym (jesień 2008)



## Europejski Bank Centralny

### Kanał stopy procentowej

- redukcje stopy repo do 1,50% najniższego w historii poziomu w warunkach kryzysu finansowego oraz spowolnienia gospodarczego (redukcje o 275 pkt. baz. w okresie październik 2008 – marzec 2009 r.)
- dostosowanie stopy depozytowej i kredytowej ECB do bieżącej sytuacji rynkowej oraz sytuacji sektora bankowego – początkowe zawężenie spreadu st. ref. – st. depozytowa, następnie ponowne rozszerzenie (jesień 2008)
- spadek stopy overnight znacząco poniżej głównej stopy repo, w kierunku stopy depozytowej
- komunikat EBC po posiedzeniu styczniowym 2009: bank centralny zorientowany na obniżenie stawki EURIBOR 3M



## Europejski Bank Centralny

### Nasilające się oczekiwania na podjęcie niestandardowych działań

---

- początek 2009 r. wzrost oczekiwań na silniejsze złagodzenie polityki pieniężnej EBC w ramach polityki stóp procentowych,
- ostatnie tygodnie nasilenie debaty medialnej dot. możliwości podjęcia działań niestandardowych (elementy *quantitative easing*), coraz mniejsza rezerwa przedstawicieli EBC wobec takich działań,
- problemy i wyzwania:
  - większe ograniczenia w zakresie skupu instrumentów (porównując z Fed),
  - brak zintegrowanej polityki fiskalnej w strefie euro

## Europejski Bank Centralny

### Nasilające się oczekiwania na podjęcie niestandardowych działań

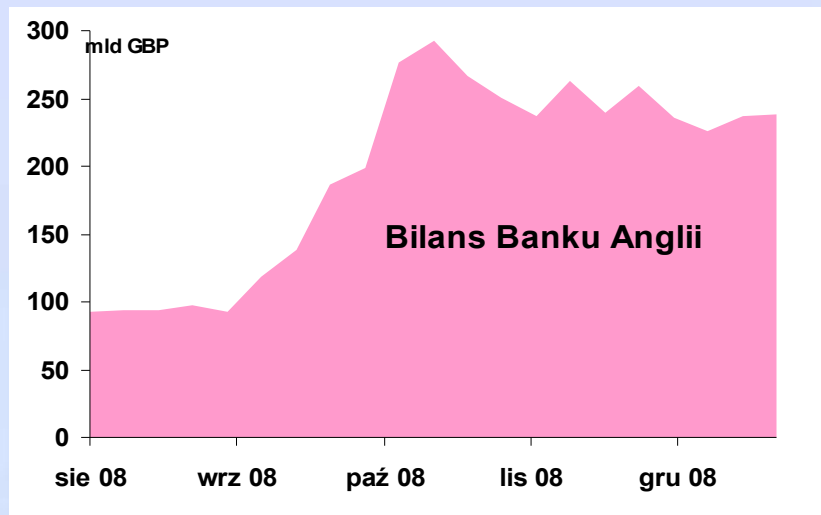
---

- ewentualne działania najprawdopodobniej ok. połowy roku
- możliwości: skup obligacji skarbowych na rynku wtórnym, przy kontynuacji operacji dostarczania płynności bankom komercyjnym,
- mniejszy zakres działań w ramach *credit easing* przy większych ograniczeniach statutowych skupu papierów sektora komercyjnego oraz zdecydowanie mniejszej zależności sektora przedsiębiorstw od finansowania na rynku hurtowym (najistotniejsze źródło finansowania - kredyt bankowy).
- w najbliższych miesiącach jest przestrzeń do redukcji stóp procentowych (poziom 1,00% dla stopy repo implikowałby 0% dla stopy depozytowej w okolicach której kształtuje się stopa overnight – de facto oznaczałoby obniżenie stóp procentowych do poziomu bliskiego 0%)

## Bank Anglii

### W kierunku działań Fed...

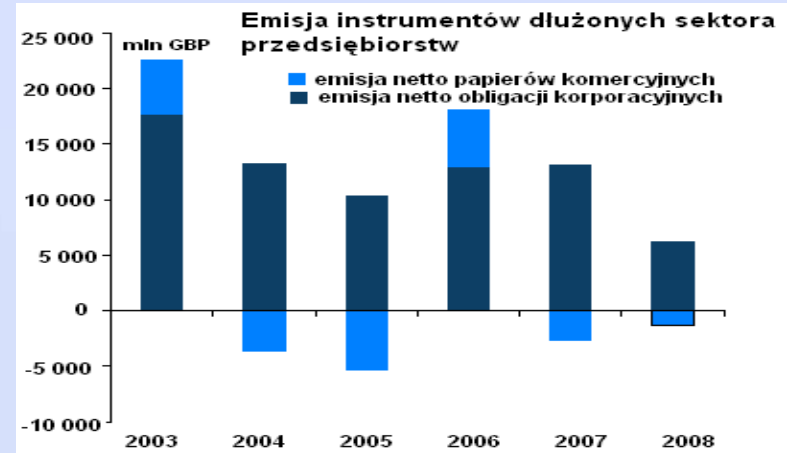
- Redukcja stopy procentowej do historycznie niskiego poziomu 0,50% (marzec 2009),
- od początku kryzysu operacje dostarczania płynności
- wdrożenie operacji *long-term repo* od końca 2007 r., od października 2008 r. systematyczne operacje banku centralnego
- systematycznie poszerzana pula aktywów akceptowanych jako zabezpieczenie w transakcjach z bankiem centralnym
- *special liquidity scheme* (kwiecień 2008 r.) – transakcje swapowe z bankami komercyjnymi: wymiana instrumentów MBS o wysokiej ocenie ratingowej na obligacje skarbowe (1-roczone z możliwością przedłużenia na 3 lata)
- nieograniczona podaż płynności dolarowej (październik 2008)
- *discount window facility* program pożyczek obligacji skarbowych przy szerokiej puli akceptowanych zabezpieczeń (październik 2008 r.)



## Bank Anglii

### ...quantitative easing

- komunikat po marcowym posiedzeniu banku centralnego: „łagodzenie polityki monetarnej poza kanałem stopy procentowej nakierowane na zwiększenie podaży pieniądza” – przejście do polityki *quantitative easing*
- druga połowa stycznia - *Asset Purchase Facility* - program skupu instrumentów rynkowych: papierów komercyjnych, obligacji komercyjnych w tym obligacji emitowanych przez sektor bankowy
- najczęściej wskazywana w analizach potrzeba ożywienia rynku instrumentów emitowanych przez przedsiębiorstwa
- The Daily Telegraph (03.03.): możliwe rozpoczęcie dodatkowej emisji pieniądza w najbliższych dniach
- 05.03. komunikat po posiedzeniu banku centralnego: 75 mld GBP przeznaczonych na skup papierów skarbowych oraz korporacyjnych instrumentów dłużnych (w ramach *APF*)



## Kryzys finansowy na rynkach rozwiniętych a polityka banków centralnych

### Podsumowanie

---

- Nieudane powstrzymanie spirali spadków cen aktywów z początkowego okresu kryzysu, jego rozprzestrzenianie się i nasilanie...
- ... wciąż jednak banki centralne skuteczne w przeciwdziałaniu kryzysowi niewypłacalności sektora bankowego...
- ...przy dołączeniu działań polityki fiskalnej, większym i bezpośrednim zaangażowaniu państw w rozwiązanie kryzysu.
- Od początku kryzysu banki centralne przejęły zasadniczy ciężar działań i związanych z tym ryzyk w zarządzaniu kryzysem finansowym, jednak w ostatnich miesiącach zaostrzenie kryzysu poskutkowało większą aktywnością sektora rządowego w stabilizacji sytuacji w sektorze (dokapitalizowanie, gwarancje rządowe).

## Kryzys finansowy na rynkach rozwiniętych a polityka banków centralnych

### Podsumowanie

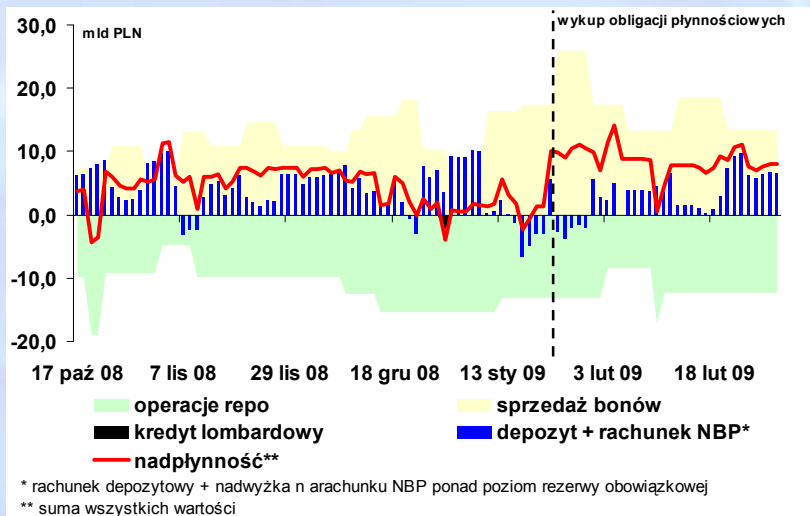
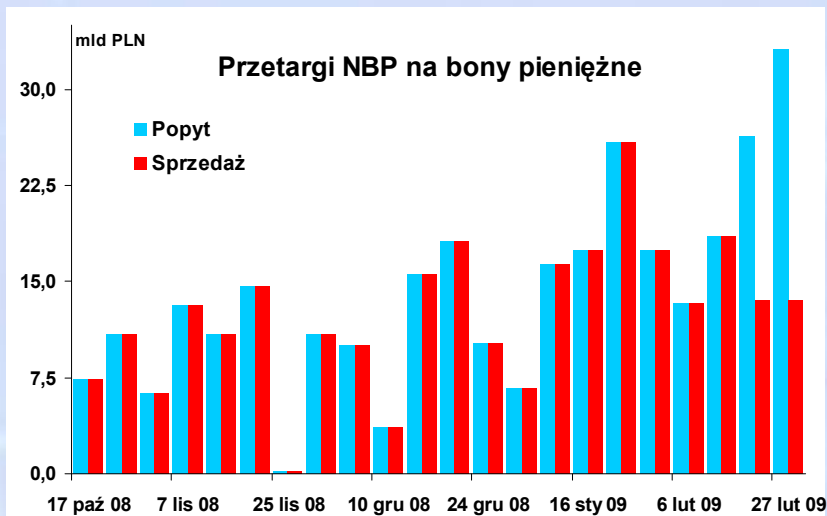
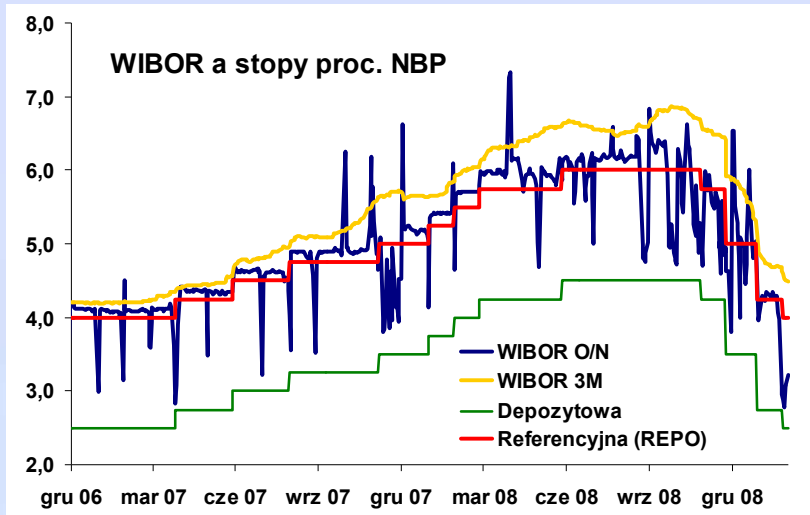
---

- Zakres wykorzystywanych narzędzi dla banków centralnych różny i zależny od skali kryzysu jednak nasilanie się kryzysu w ostatnich miesiącach i nasilanie działań pomocowych banków centralnych zmniejsza te różnice.
- Podejmowanie współpracy działań banków centralnych i rządów (problem w przypadku Europejskiego Banku Centralnego).
- Wspólne działania polityki pieniężnej i fiskalnej – w większym stopniu adresowanie źródeł problemu, nie tylko „leczenie ich objawów”, stąd potencjalnie wyższe prawdopodobieństwo skuteczności działań w porównaniu z niską skutecznością działań jedynie banków centralnych (pierwsze 12 miesięcy kryzysu).
- Gwałtowne zwiększenie roli sektora publicznego w stabilizowaniu sektora, Fed *de facto* jedyny wiarygodny pożyczkodawca zastępujący obecnie sektor finansowy (interwencje na rynkach kredytowych), skala nacjonalizacji sektora bankowego (gł. Wielka Brytania).
- Cel: niedopuszczenie do kryzysu systemowego i stopniowy powrót podmiotów prywatnych jako kredytodawców na rynki kredytowe



## Polska

### Wpływ kryzysu na krajowy rynek międzybankowy i płynność sektora bankowego



## Narodowy Bank Polski

### Działania NBP w warunkach przenoszenia się kryzysu finansowego na rynek polski

- uruchomienie operacji dostarczania płynności w ramach operacji otwartego rynku (jesień 2008)
- operacje typu swap walutowy z bankami komercyjnymi dla walut: EUR, USD, CHF w warunkach trudności banków w pozyskaniu środków na rynku międzybankowym (jesień 2008)
- wykup obligacji płynnościowych przez NBP przed terminem ich zapadalności (styczeń 2009)
- zapowiedź obniżenia stopy rezerwy obowiązkowej
  
- *potencjalne działania NBP: długookresowe (2 – 3 letnie) wsparcie płynnościowe sektora bankowego przez bank centralny pod zabezpieczenie zdrowych aktywów bankowych (np. wierzytelności kredytowych)*

**Dziękuję za uwagę!**